

信用等级公告

联合[2019] 246 号

联合资信评估有限公司通过对中国南山开发（集团）股份有限公司主体长期信用状况及拟发行的中国南山开发（集团）股份有限公司 2019 年度第一期中期票据进行综合分析和评估，确定中国南山开发（集团）股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，中国南山开发（集团）股份有限公司 2019 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年一月三十日



中国南山开发（集团）股份有限公司

2019年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期中期票据发行额度：13 亿元

本期中期票据期限：3+2 年（附第三年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权）

偿还方式：按年付息，到期一次还本

发行目的：归还金融机构借款本金及债券利息、补充营运资金

评级时间：2019 年 1 月 30 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
现金类资产(亿元)	46.94	54.10	37.83	65.80
资产总额(亿元)	254.35	296.13	362.30	436.32
所有者权益(亿元)	108.15	114.68	134.95	152.63
短期债务(亿元)	28.22	40.00	45.31	39.83
长期债务(亿元)	41.95	52.70	84.28	126.12
全部债务(亿元)	70.17	92.71	129.59	165.95
营业收入(亿元)	72.64	94.56	118.09	92.41
利润总额(亿元)	13.61	16.41	18.83	42.08
EBITDA(亿元)	21.11	23.97	28.82	--
经营性净现金流(亿元)	25.26	20.37	-10.01	-10.51
营业利润率(%)	21.17	28.21	27.60	20.17
净资产收益率(%)	9.28	9.04	9.96	--
资产负债率(%)	57.48	61.27	62.75	65.02
全部债务资本化比率(%)	39.35	44.70	48.99	52.43
流动比率(%)	162.46	135.62	147.62	187.69
经营现金流流动负债比(%)	26.48	17.11	-7.50	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.32	3.87	4.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.20	5.58	4.94	--

注：2015 年财务数据采用 2016 年期初数；2018 年前三季度报财务数据未经审计；有息债务计算包含长期应付款中的融资租赁款。

分析师

王兴萍 尹金泽

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“南山开发”）是以物流业务和房地产开发为主业的大型国有企业，公司经营稳健，主业突出，在物流行业具备丰富的运营管理经验和较强的竞争优势，房地产业务深耕于部分强二线城市，当地市场认可度较高。近年来，公司收入和利润规模持续增长，盈利能力良好；公司在运营物流园区面积不断增加，出租率保持较高水平；公司资产质量较为优质，财务弹性良好，偿债能力强。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到房地产业务受政策影响大、仓储物流行业竞争激烈、在建项目投资规模较大等因素可能对公司信用基本面造成一定的压力。

未来，公司继续保持稳健的经营策略，随着物流园区运营面积的不断增长，未来有望形成网络效应，将进一步提升公司的盈利能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 公司前四大股东的实际控制人分别为招商局集团有限公司、深圳市国资委、广东省国资委和中国海洋石油总公司，股东背景多元化且均实力雄厚。
2. 公司经营稳健，主业突出，近年来收入和利润规模持续增长，整体盈利能力良好。
3. 公司是国内领先的物流园区开发商和运营商之一，园区规模位居前列，具备较强的行业知名度和竞争优势，园区出租率保

持在较高水平。

4. 公司所在的赤湾片区已纳入蛇口前海自贸区，也是粤港澳大湾区的核心区域，公司在该区域拥有丰富的土地资源，有望带来可观的中长期收益。
5. 公司拥有的物流园区以历史成本计量，入账价值较低，运营成熟的园区具备较大的增值空间，资产质量良好。
6. 2018年6月，公司下属A股上市公司南山控股完成对深基地的控股吸收合并，此次吸收合并后深基地的物流园区业务将纳入南山控股，有利于拓宽公司物流业务的融资渠道。

关注

1. 目前房地产业务为公司的主要收入来源之一，房地产行业受宏观调控政策影响大，未来公司收入存在一定的波动风险。
2. 随着国际、国内资本加大对仓储物流业的布局，行业竞争加剧，或对公司仓储物流板块产生冲击。
3. 近年来公司经营活动净现金流由正转负，对外融资规模不断增长，债务负担有所加重。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国南山开发(集团)股份有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外,联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务,有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断,未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本信用评级报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议等。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国南山开发（集团）股份有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

中国南山开发（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“南山开发”）的前身是成立于 1982 年 9 月的中国南山开发股份有限公司。公司是经国务院批准，在深圳市工商行政管理局注册登记的股份公司，原注册资本为 2250 万元人民币。1994 年 10 月经国家工商行政管理局批准，公司更为现名。截至 2018 年 9 月底，公司注册资本 90000 万元人民币，其中招商局（南山）控股有限公司（以下简称“招商局控股”）持股 36.52%、深圳市投资控股有限公司持股 26.10%、广东广业投资控股有限公司持股 23.49%、中海石油投资控股有限公司（以下简称“中海油控股”）持股 7.83%、香港黄振辉投资有限公司持股 3.92%、中国近海石油服务（香港）有限公司持股 1.64%、银川有限公司（招商局国际有限公司下属子公司）持股 0.50%。招商局控股为公司第一大股东，公司为国有企业，无实际控制人。

公司的主营业务为房地产、物流（以运输业务和堆存仓储为主，此外还有装卸和港务管理）、集成房屋业务和船舶舱室配套业务。公司本部设综合管理中心、战略管理中心、财务管理中心、审计风控中心和人力资源中心共 5 个职能部门。截至 2018 年 9 月底，公司合并范围内的主要一级子公司共 11 家，其中下属子公司南山控股为深圳证券交易所 A 股上市公司，证券代码 002314.SZ。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 362.30 亿元，所有者权益 134.95 亿元（其中少数股东权益 35.02 亿元），2017 年公司实现营业收入 118.09 亿元，利润总额 18.83 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司（合并）资产总额 436.32 亿元，所有者权益 152.63 亿元（其

中少数股东权益 37.44 亿元）；2018 年 1~9 月公司实现营业收入 92.41 亿元，利润总额 42.08 亿元。

公司注册地址：深圳市南山区蛇口赤湾港赤湾大厦；法定代表人：王志贤。

二、本期中期票据概况

公司已于 2017 年注册额度为 38 亿元的中期票据，并分别于 2017 年和 2018 年发行了金额为 15 亿元和 10 亿元的两期中期票据，本期计划发行 2019 年第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度 13 亿元，发行期限 3+2 年（附第三年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权）。本期募集资金用于归还金融机构借款本金及债券利息、补充营运资金。

公司有权决定在中期票据存续期的第 3 年末调整本期中期票据后 2 年的票面利率，调整后的票面利率为本期中期票据存续前 3 年票面年利率加或减发行人提升或降低的基点。

公司发出关于是否调整本期中期票据票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权在投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期中期票据按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有本期中期票据。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国

经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，我国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改

善。2018年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类

消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，我国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望2019年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效

应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在我国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。

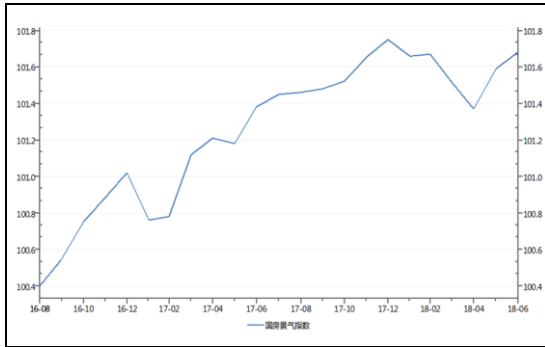
四、行业及区域经济环境

1. 房地产行业

行业概况

2016年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，行业景气度上升速度有所放缓。2018年，随着各地保障性住房供给增加，“限购、限售”等限制性政策进一步趋紧，行业景气度波动较大，各地区市场分化进一步凸显。

图1 2016年下半年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。进入2018年以来，全国房地产开发投资规模仍保持较快增长，截至2018年6月，房地产开发投资金额为5.55万亿元，同比增长9.70%；其中住宅投资3.90万亿元，同比增长13.60%。从施工情况来看，2018年上半年，全国房屋新开工面积9.58亿平方米，同比增长11.80%；其中住宅新开工面积7.06亿平方米，同比增长15.00%。全国房屋施工面积70.96亿平方米，同比增长2.50%；其中住宅施工面积为48.79亿平方米，同比增长3.20%。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。随着2017年去库存的逐步推进，商品房待售面积逐步减少，进入2018年以来，企业开工意愿有所增强，新开工面积增速小幅回升。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个

百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。进入2018年以来，房地产销售增速进一步放缓，2018年上半年商品房销售面积为7.71亿平方米，同比增长3.30%，较去年同期增速下降12.80个百分点；共实现销售金额为6.69万亿元，同比增长13.20%，较去年同期下降8.30个百分点。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势；进入2018年以来，随着各地调控政策的持续推进，销售增速继续放缓。

房地产供求与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，全国300个城市土地供应小幅回升热点城市增供稳定市场预期拉动成交量及出让金上涨楼面均价涨幅较去年有所收窄平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。2018年上半年，全国300个城市共推出各类用

地5.98亿平方米，同比增长30%；土地成交量5.02亿平方米，同比增长27%。价格方面，2018年上半年全国300城市土地成交出让金1.96万亿元，同比增长28%；成交楼面均价为2172元/平方米，同比下降1%；平均溢价率为20%，同比下降16个百分点。进入2018年以来，全国300城市土地供应量和成交量均快速增长，但成交楼面均价和溢价率均呈下降趋势。

分城市来看，2017年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。进入2018年以来，各类城市溢价率水平均呈现不同程度的下滑，一线城市的供地节奏有所放缓，成交方面量涨价跌；二线城市的土地供应同比止跌回升，在“分类调控、因城施策”精神的指导下，结合市场特点制定的土拍政策持续完善；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快土地供应，出让金规模大幅上涨。总体看，随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度，未来回补库存意愿或将减弱。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住房和城乡建设部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包

括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中，国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。

2017年，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资收紧。北京“317新政”的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

进入2018年以来，房地产企业融资环境继续收紧，融资难度和融资成本均有所提升。2018年5月，国家发改委和财政部联合发布《关于完善市场约束机制 严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，其中针对引导规范房地产企业境外发债资金投向问题提出，房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务，避免产生债务违约，限制房地产企业外债资金投资境内外房地产项目、补充运营资金，并要求企业提交资金用途承诺。

2018年6月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建

棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018年1~6月，房地产开发资金共计79287.35亿元，同比增长4.60%，为2017年全年规模的50.81%。其中，国内贷款12291.85亿元，占比为15.50%；利用外资28.11亿元，占比为0.04%；其他资金41426.27亿元，占比为52.25%；自筹资金25541.12亿元，占比为32.21%。

行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。进入2018年以来，企业在一线城市的拿地态度普遍渐趋谨慎，进一步升级的调控政策和金融监管政策也对企业的运营能力提出更高要求，大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前行业景气度温和降温、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合与行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

政策环境

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。2017年的两会也再次强调

了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月，40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房

租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

2018年上半年，继续深化构建长短结合的制度体系，加快住房租赁体系建设，保障居民合理自住需求，深化推进住房制度改革，优化住房和土地供应结构。2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。2018年5月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出3~5年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为1年。2018年7月31日，中共中

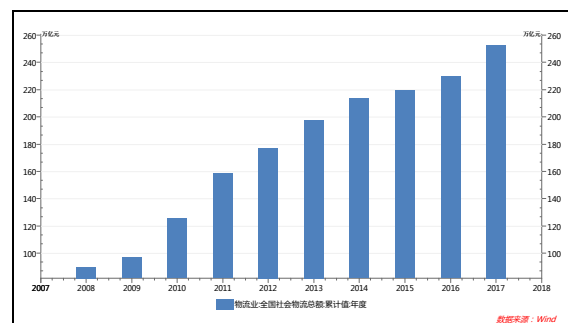
央政治局会议提出，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了2018年下半年稳中求进的总基调。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

2. 物流行业

物流行业是国民经济中重要的服务行业，随着我国经济的快速发展和居民消费水平的不断升级，我国物流行业规模不断增长，特别是在电子商务迅猛发展的推动下，仓储物流行业和干线运输行业都获得了较为迅速的增长。虽然近年来随着宏观经济增速放缓，物流行业增长速度随之放缓，但仍保持稳步增长趋势。

图2 全社会物流总额变动情况



资料来源：Wind 资讯

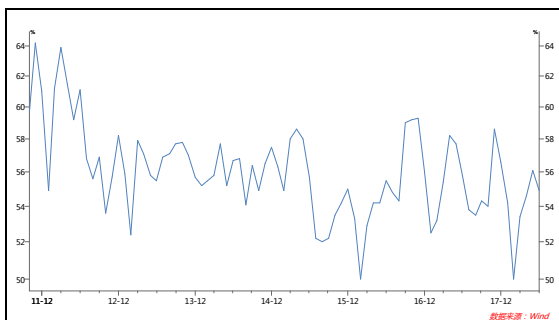
据国家统计局公布的数据，2017年，全国社会物流总额为252.80万亿元，同比增速为10.06%，增速较2016年回升5.27个百分点。物流费用方面，2017年，社会物流总费用为12.10万亿元，同比增长0.94%。其中，运输费用为6.60万亿元，同比增长10.74%；保管费用为3.70万亿元，同比增长6.40%，管理物流费用为1.60万亿元，同比增长11.11%。

仓储物流

仓储物流，是指物流企业依托物流园区为客户提供标准化、专业型和个性化定制的仓储设施及其配套服务。随着经济发展，产业分工更加细化，经济发展中的区域化、专业化和积聚化特征越来越突出，加之生产地和消费地的分离，客观上带动了对仓储物流的需求。

目前，我国仓储物流行业整体发展态势较为良好，行业集中度较高。我国大中型仓储物流地产企业有 11 家，其中外资企业 5 家，即普洛斯、嘉民、丰树、安博和维龙；内资企业 6 家，即宝湾、宇培、新地、百利威、上海易商和广州富力。各家仓储物流企业基本已完成了全国重点城市的布局。其中普洛斯是全球领先的物流服务企业，借助于物流基金模式带来的融资优势，普洛斯在大中华区的布局最为广泛，拥有的物业面积规模处于第一位，截至 2018 年 8 月底，普洛斯已完成建设投入运营的物业建筑面积为 3500 万平方米，运营的园区数量达到 280 个，进入中国 39 个城市。其他物流企业的运营物业面积与普洛斯相比有较大差距，普洛斯的市场份额超过第 2 名到第 10 名的总和。宝湾物流和嘉民运营物业规模基本持平，基本均位于行业第二位。截至 2018 年 9 月底，宝湾物流运营物业面积为 234 万平方米。

图 3 物流业景气指数



资料来源：Wind 资讯

近年来电子商务的飞速发展带来了仓储物流的大量需求，物流行业景气指数始终处于 50% 以上。仓储物流行业成为房地产业、电商行业和传统物流行业的共同关注热点。当前以普洛斯、嘉民为代表的国际资本和以阿里巴巴

巴（菜鸟）、京东、平安和万科为代表的国内资本纷纷加大布局。2017 年 7 月 14 日，由万科、普洛斯现任 CEO 梅志明、厚朴投资、高瓴资本、中银投联合组成的财团与普洛斯发布联合公告称，该财团与普洛斯董事会已就全面私有化新加坡上市公司普洛斯达成一致，交易收购单价为每股 3.38 新加坡元。交易总价约为 159 亿新加坡元，2017 年 11 月 30 日，普洛斯股东大会通过了此次收购方案，2018 年 1 月 23 日，万科对外发布公告宣布此次交易完成。

行业政策

2014 年 9 月，为促进物流业健康发展，国务院制定了《物流业发展中长期规划（2014-2020 年）》，该文件确定了以降低物流成本、提升物流企业规模化及集约化水平、加强物流基础设施网络建设为发展重点，并以大力提升物流社会化和专业化水平、进一步加强物流信息化建设、推进物流技术装备现代化、加强物流标准化建设、推进区域物流协调发展、积极推动国际物流发展、大力发展绿色物流为主要任务，为物流行业的发展确立了方向。

2016 年 2 月，为改善中国物流业发展水平总体不高，发展方式较粗放，特别是物流基础设施建设仍然比较滞后，现代化仓储、多式联运转运、城乡配送等设施总量不足、布局不合理、衔接配套不够等问题，国家发改委颁布《关于加强物流短板建设促进有效投资和居民消费的若干意见》。该意见指导思想为加大政策引导支持力度，鼓励社会资本投入，大力加强物流短板领域建设，加快健全完善物流基础设施网络，提高物流运行质量和效益，提升物流业整体发展和服务水平。

2017 年 8 月，国务院办公厅印发《国务院办公厅关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》，提出要进一步深化“放管服”改革，激发物流运营主体活力，加大降税降费力度，切实减轻企业负担，加强重点领域和薄弱环节建设，提升物流综合服务能力，

并具体提到要加强对物流发展的规划和用地支持，布局和完善一批国家级物流枢纽。

2018年12月，国家发展改革委、交通运输部联合印发《国家物流枢纽布局和建设规划》，该规划出台目的是加强物流等基础设施网络建设的决策部署，科学推进国家物流枢纽布局和建设，为此规划提出要加强政策支持保障，营造良好发展环境。物流用地方面，对国家物流枢纽范围内的物流仓储、铁路站场、铁路专用线和集疏运铁路、公路等新增建设用地区项目，经国务院及有关部门审批、核准、备案的，允许使用预留国家计划；地方相关部门审批、核准、备案的，由各省（区、市）计划重点保障。鼓励通过“先租后让”、“租让结合”等多种方式供应土地；金融支持方面，支持符合条件的国家物流枢纽运营主体通过发行公司债券、非金融企业债务融资工具、企业债券和上市等多种方式拓宽融资渠道。按照市场化运作原则，支持大型物流企业或金融机构等设立物流产业发展投资基金，鼓励包括民企、外企在内的各类社会资本共同参与国家物流枢纽规划建设和运营。

总体看，物流经济作为现代经济运行的重要服务支撑行业，便捷的物流设施和服务对提高经济运行效率有极大的意义，政府历来注重物流行业的发展，物流行业未来的政策环境长期向好。

行业关注与未来发展

联合资信关注到，随着房地产、电商等资本集中进入物流行业，物流行业的竞争会进一步加剧，物流企业的拿地成本和仓库空置率都面临上升的压力，同时租金的增速会进一步放缓，这将给物流企业，特别是中小型物流企业带来一定的成本压力和运营压力，未来物流行业的集中度会进一步提升，拥有资金优势、规模优势和运营效率优势的企业将会得到长足发展，市场份额将会进一步上升。

从整体来看中国现代物流设施的供给仍落后于日益膨胀的需求，据统计我国物流人均

仓库面积不足美国的十二分之一，长期看我国物流行业的发展还有长足空间，且随着消费升级及跨境电商的发展，我国物流企业仍然拥有重大的发展机遇。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018年9月底，公司注册资本90000万元人民币，其中招商局控股持股36.52%、深圳市投资控股有限公司持股26.10%、广东省广业投资控股有限公司持股23.49%、中海油控股持股7.83%、香港黄振辉投资有限公司持股3.92%、中国近海石油服务（香港）有限公司持股1.64%、银川有限公司（招商局国际有限公司下属子公司）持股0.50%。招商局控股为公司第一大股东，公司无实际控制人。

2. 企业规模

公司是国内最早一批成立的股份制公司之一，从开发经营赤湾港口、石油基地起步，现已发展成为一家以房地产开发、物流园区运营和综合物流为核心产业的跨行业、跨地区经营的综合性大型企业集团；公司拥有南山控股一家上市公司，全国范围内拥有50多个工业园。

物流园开发为公司的传统优势业务和未来重点发展业务，主要由南山控股下属子公司宝湾物流控股有限公司（以下简称“宝湾物流”）经营。“宝湾物流”为国内知名的物流品牌，近年来，宝湾物流园区运营面积不断增长，同时出租率保持在较好水平。截至2018年9月底，宝湾物流仓库面积为234万平方米，出租率为92.12%。

房地产业务的经营主体为南山控股。南山控股深耕于华东、华南和华中的一二线城市，由于公司拿地谨慎，部分土地储备于行业低谷期取得，成本较低，使公司近年来房地产业务在营业收入增长的同时，毛利率维持在业内较高水平。截至2018年9月底，公司未开工土

地储备土地面积合计 69.22 万平方米。此外公司拥有赤湾 3.4 平方公里土地，2014 年 12 月，赤湾被划入广东省自贸区前海-蛇口片区，赤湾片区同时也是粤港澳大湾区的核心区域，土地增值潜力大。2018 年 11 月，深圳市人民政府正式批复《中国（广东）自由贸易试验区深圳前海蛇口片区及大小南山周边地区综合规划》（以下简称《综合规划》）。预计公司在赤湾片区中长期可开发及城市更新改造的土地面积将超过 1 平方公里，可开发业态包括产业、商业和居住功能，其中产业和商业将重点发展商务科技、信息服务等生产服务业、文化创意产业及现代物流业，建设科技创新服务区和文化创新聚集区。总体看，公司房地产业务土地储备充足，可支撑未来持续发展。

公司集成房屋业务的主要经营主体为南山控股下属雅致集成事业部。雅致集成事业部的前身为雅致集成房屋（集团）股份有限公司（以下简称“雅致股份”，2009 年登陆深交所上市），2015 年 6 月，雅致股份以发行股份购买资产的方式购买公司持有的下属从事房地产开发业务公司的股份，后雅致股份更名为南山控股，原集成房屋业务放在南山控股下属雅致集成事业部。雅致集成为国内集成房屋行业龙头，“雅致”品牌被评为“中国驰名商标”及“中国政府采购首选品牌”。公司在华南、华东、华中、西南、西北和华北等地区均拥有生产制造基地，主要销售客户为中建三局集团、中国建筑第五工程局及中交四航局等大型央企。

3. 人员素质

截至 2018 年 9 月底，公司董事长为王志贤先生，主要高级管理人员 4 人，包括总经理 1 人、副总经理 3 人（其中 1 人兼任财务总监）均具有较长的行业从业经历和较高的专业水平。

董事长王志贤先生，53 岁，硕士学历。历任海虹老人牌涂料公司销售部经理，招商局国

际有限公司工业管理部副总经理、企业规划部总经理，深圳妈湾港务有限公司副总经理，宁波大榭招商国际码头有限公司董事长兼行政总裁，招商港务（深圳）有限公司，深圳海星港口发展有限公司董事总经理。现任招商局国际有限公司董事副总经理，公司董事长。

总经理田俊彦先生，57 岁，华中科技大学工商管理硕士学位。曾任华中科技大学管理学院讲师、副教授，自 1995 年起历任公司研究发展部总经理、赤晓企业总经理等职务，现任公司总经理。

副总经理赵建潮先生，50 岁，1993 年获得河海大学港口与航道工程专业硕士学位。曾任职深圳南油储运有限公司总经理、深圳南油西部物流发展公司董事兼副总经理、招商局国际妈湾 0、5-7# 集装箱港口项目公司（副总监）、招商局集团重大办项目总监、招商局集团开发部主任及总经理助理。现任公司副总经理。

副总经理张建国先生，54 岁，毕业于山西财经学院会计学专业，获经济学学士学位。1997 年起担任深圳赤湾港航股份有限公司财务部经理，1999 年 9 月至 2012 年 12 月 31 日任深圳赤湾港航股份有限公司财务总监，2011 年 2 月至 2012 年 12 月 31 日任深圳赤湾港航股份有限公司副总经理，现任公司副总经理、财务总监。

副总经理陈波先生，54 岁，长安大学公路运输管理专业工学学士。曾任长安大学管理工程系教师，自 1992 年起任职于中国南山集团，历任集团下属赤湾货运公司总经理、深圳赤湾港航股份有限公司助理总经理、深圳市赤湾东方物流有限公司总经理、董事长、中国南山集团助理总经理等职务。现任公司副总经理。

截至 2018 年 9 月底，公司共有在职员工 7702 人。从岗位构成来看，生产人员占 57.45%、销售人员占 7.74%、管理人员占 7.54%、研发及技术人员占 10.01%、财务人员占 5.10%、其他人员占 12.15%；从教育程度来看，硕士及以上学历占 3.65%、本科学历占 18.71%、大专及

大专以下占 77.64%；从年龄构成来看，30 岁以下的占 24.31%、30 至 40 岁的占 38.56%、40 至 50 岁的占 28.33%、50 岁以上的占 8.80%。

总体看，公司高层管理人员管理经验丰富；员工岗位分布及年龄结构能够满足公司经营发展需要。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司严格按照《公司法》、《证券法》和其他有关规定，不断完善公司治理结构，建立健全内部控制制度，持续深入开展公司治理活动。

公司设有股东大会、董事会及监事会。董事会受股东大会委托，代行股东大会职权，公司实行董事会领导下的总经理负责制。公司董事会由七名董事组成，各股东分别委派一人，以其代表的股份份额行使表决权。公司监事会由 5 位监事组成，其中 2 人由公司职工代表担任，其产生和罢免由公司职工民主决定；另外 3 人为股东代表，由前三大股东各推选 1 名。总体看，公司股权结构合理，董事会和监事会的组成与职能设置兼顾权利和效率，法人治理结构完善。

总体来看，公司治理结构清晰明确，职能部门设置合理，内部职责分工明晰，组织结构设置能够满足公司经营管理的需要。

2. 管理水平

近年来，公司不断优化组织结构，目前公司下设综合管理中心、战略管理中心、财务管理中心、审计风控中心和人力资源中心共 5 个职能部门，各部门职能明确。

对下属企业管理方面，公司制定了《中国南山开发集团主要管理原则及各级组织职能纲要》，明确企业各层级企业经营管理的责权关系。公司作为控股母公司，主要负责确定投资方向和资源配置，公司各业务平台主要负责投资策划与管理，各业务平台下属公司主要负责生产经营。公司对各业务平台采取直接调控

管理体制，依据公司行政管理架构，在公司董事会、总经理班子领导下，通过总部职能部门对所属企业行使集团集中、统一、协调的经营管理。公司对所属参资企业采取董事会制管理体制，按照有关公司管理法规要求，通过公司委派董事依法行使与维护股东权益，履行股东的产权经营管理责任，贯彻实施公司经营方针与战略规划。

战略管理方面，公司制定中长期规划，以确定公司在规划期内的发展方向、发展目标、发展水平及保障措施等整体战略，合理配置资源，实现规模效益与结构效益。公司中长期规划时限为五年，每年对中长期规划实施动态管理，根据内外部情况的变化制定进行适当的调整或修订。公司年度计划和项目投资方案等阶段性、局部性的策略和措施的制定与公司中长期规划相协调。

投资决策管理方面，公司的基本原则是：权限集中、逐级负责、统筹兼顾、科学决策。一切投资项目均必须严格执行项目申报、项目初评、项目论证、项目审核、项目审批的审批基本程序。公司下属企业均享有投资项目建议权，投资项目的策划权一般集中于各业务平台。公司设立了投资审核委员会，协助公司总经理办公会进行项目审批工作。

财务和资金管理方面，公司建立了完善的财务预算管理、监督和分析制度，实行制度化、规范化、经常化的财务预算与分析。公司通过中开财务有限公司对集团内子公司实行财务资金集中管理；通过集团财务管理中心对集团内外部融资进行统一管理；公司整体资金调用力度和利用率高。

内部审计方面，公司专门设立审计部，对公司的财务支出、经济活动及其经济效益进行内部审计监督，采用对子公司的年度例行内部审计和对参股公司的各股东联合审计的方式实现了公司治理结构对经营风险的监督控制要求。公司内部审计和内部控制机制较完善，能够有效控制财务风险。

人力资源管理方面，公司注重人才引进与员工队伍的建设，全面推行“人才强企”战略。公司确定了“因事定位，以位聘人”的制度，根据实际需要选择适合人才，使岗位要求层次与人才实际能力相匹配，在机构设置和人员编制等方面做到精简高效，以降低用工成本。公司深入开展与业绩绩效紧密挂钩的分配体制改革，制定并出台了《中国南山集团总部员工绩效考核办法》等一系列规章制度，充分激发了广大员工和管理人员的积极性。

总体看，公司法人治理结构完善，整体运作规范，管理风险较低。

七、重大事项

深基地于 2016 年 7 月 2 日发布《中国南山开发（集团）股份有限公司关于子公司深圳赤湾石油基地股份有限公司被吸收合并入新南山控股（集团）股份有限公司的公告》，披露南山控股拟向深基地所有换股股东发行股票交换股东所持有的深基地 B 股股票，本次换股吸收合并完成后，深基地将终止上市并注销法人资格，南山控股将承继及承接深基地的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。2016 年 7 月 28 日，国务院国资委批准本次交易，2016 年 8 月 22 日，商务部原则同意南山控股吸并深基地交易方案，2016 年 8 月 30 日，深基地收到中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）关于本次交易申请文件的受理通知书。

2016 年 10 月 17 日，深基地收到《中国证监会行政许可申请终止审查通知书》（161271 号），证监会根据《中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定》第二十四条的有关规定，决定同意深基地及南山控股提出的中止审查申请。

2017 年 10 月 31 日，公司召开第五届董事会第五次会议，审议通过了《关于向中国证监会提交恢复审核深圳市新南山控股（集团）股

份有限公司发行 A 股股份换股吸收合并深圳赤湾石油基地股份有限公司并募集配套资金暨关联交易的申请的议案》，向证监会提交申请恢复本次交易的审核的相关申请文件。

2018 年 2 月 12 日，证监会核发《关于核准深圳市新南山控股（集团）股份有限公司吸收合并深圳赤湾石油基地股份有限公司的批复》，核准南山控股发行 A 股股份换股吸收合并深基地暨关联交易事宜。

2018 年 6 月 15 日，深圳证券交易所（以下简称“深交所”）对深基地股票予以摘牌，深基地股票终止上市，本次吸收合并的换股股权登记日为 2018 年 6 月 15 日。换股股权登记日收市后深基地换股股东持有的深基地股票将按照 1:3.6004 的比例转换为南山控股股票。根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司于 2018 年 7 月 6 日出具的《股份登记申请受理确认书》，南山控股本次交易中发行股份涉及的新增 830252240 股股份已在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司完成登记申请手续。

本次换股前，公司直接持有深基地的股权比例为 51.79%，为深基地的实际控制人；公司及其一致行动人赤晓企业有限公司、上海南山房地产开发有限公司合计持有 1423059770 股南山控股股份（含公司因提供现金选择权增加持有南山控股股份 424752 股），占比 75.79%，为南山控股的控股股东及实际控制人。本次换股实施中，公司持有的 119420000 股深基地 B 股股份通过换股被全部转换为存续南山控股的 A 股股份，增加持有 429959768 股南山控股 A 股股份。本次换股完成后，南山控股总股本增加至 2707782513 股，公司及其一致行动人合计持有 1862343631 股南山控股股份，占比 68.78%，仍然为南山控股的控股股东及实际控制人。本次换股吸收合并完成后，深基地将终止上市并注销法人资格，南山控股将承继及承接深基地的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。

总体看，本次换股吸收合并事项完成后，深基地从 B 股市场退市，其全部业务包括下属的宝湾物流园区业务纳入 A 股上市公司南山控股。物流业务为公司未来的战略发展方向之一，将宝湾物流纳入公司 A 股上市平台，有利于拓宽公司物流业务的融资渠道，满足公司物流业务发展的资金需求。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为房地产开发和综合物流运营（以运输业务和堆存仓储为主），同时兼营集成房屋、船舶舱室配套和产品销售（以平行汽车进口销售为主）等其他业务。近三年公司营业收入持续增长，主要系房地产业务、运输业务和产品销售业务收入增长所致。2017 年，公司实现营业收入 118.09 亿元，同比增长 24.88%；综合毛利率为 36.67%，较 2016 年略有下降。

表1 公司营业收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	营业收入				收入占比				毛利率			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
房地产	37.82	54.43	58.65	28.31	52.07	57.56	49.66	30.63	30.36	45.76	55.69	57.67
物流板块	13.60	20.19	27.72	27.28	18.73	21.35	23.47	27.28	30.79	22.09	16.20	15.48
其中：运输业务	7.32	13.60	20.38	20.77	10.08	14.38	17.25	22.48	6.66	5.03	1.69	1.25
堆存仓储	5.71	6.10	6.87	5.96	7.87	6.45	5.82	6.45	63.51	60.33	58.78	63.78
装卸业务	0.40	0.32	0.28	0.36	0.55	0.34	0.24	0.39	9.62	-4.67	-8.93	7.03
港务管理	0.17	0.17	0.19	0.18	0.23	0.18	0.16	0.20	20.78	65.37	70.57	75.47
制造业板块	11.16	9.27	10.75	8.46	15.37	9.80	9.10	9.15	7.85	20.05	12.94	9.17
其中：集成房屋	5.51	5.27	7.37	5.85	7.59	5.57	6.24	6.33	-1.44	16.65	11.34	5.89
船舶舱室 配套	5.65	4.00	3.38	2.61	7.78	4.23	2.86	2.82	16.91	24.54	16.44	16.54
产品销售	3.06	3.47	13.17	21.71	4.22	3.67	11.15	23.49	6.46	14.36	2.79	3.14
经营租赁	2.61	2.66	2.58	1.25	3.59	2.82	2.18	1.36	70.19	75.14	80.17	81.09
其他业务	1.15	1.67	2.22	2.32	1.59	1.77	1.88	2.51	54.01	72.95	85.92	73.77
电站业务	1.35	1.39	1.47	1.18	1.86	1.47	1.25	1.28	21.79	23.25	22.69	21.47
塔机租赁	1.44	1.18	1.05	0.68	1.98	1.25	0.89	0.74	15.86	8.91	7.77	10.54
工程及监理	0.44	0.29	0.47	1.22	0.61	0.31	0.40	1.32	15.58	1.29	0.35	2.79
合计	72.64	94.56	118.09	92.41	100.00	100.00	100.00	100.00	27.25	37.32	36.67	27.16

资料来源：公司提供

注：房地产业务主要由南山控股下属地产事业部负责经营；运输、装卸、堆存、港务管理业务属于公司物流板块，主要由赤湾石油基地和东方物流经营；集成房屋、船舶舱室配套属于公司制造业板块，主要由南山控股下属雅致事业部、华南建材负责经营；塔机租赁业务主要由海邻机械负责经营；经营租赁业务和供电业务主要由集团总部负责经营；产品销售业务主要由赤晓企业和东方物流下属东方供应链负责经营；其他业务主要来自中开财务营业收入。

收入构成方面，公司营业收入主要来自房地产（50%左右）、物流板块（20%左右）和制造业板块（10%左右），此外产品销售业务 2016 年以来收入占比快速提升，目前已为公司收入构成的重要组成部分。2017 年，公司房地产业

务实现收入 58.65 亿元，同比增长 7.75%，收入占比为 49.66%，较 2016 年下降 7.90 个百分点；物流业务（运输、堆存仓储、装卸和港务管理）实现收入 27.72 亿元，同比增长 37.30%，主要系东方物流的运输业务增长所致，物流业务收入

占比23.47%，较2016年增长2.12个百分点；集成房屋和船舶舱室配套业务收入分别为7.37亿元和3.38亿元，同比分别增长39.85%和下降15.50%，收入占比分别为6.24%和2.86%，同比分别上升0.67个百分点和下降1.37个百分点；产品销售业务实现收入13.17亿元，为2016年的3.80倍，主要系上海松尾钢结构有限公司销售的钢结构、深圳赤晓建筑科技有限公司销售的金属棉岩面夹芯板和深圳市赤湾东方供应链管理有限责任公司销售的进口汽车的收入增长所致，尤其是东方物流下属公司东方供应链的平行进口汽车业务增速较大，对产品销售收入的增长贡献较大。

毛利率构成方面，公司营业毛利主要来自房地产业务和堆存仓储业务，其次为运输业务和集成房屋业务。经营租赁和其他业务是公司盈利的有效补充。2017年，公司房地产业务毛利率为55.69%，同比增长9.93个百分点，房地产业务毛利率水平较高主要系深圳山语海项目当年结转收入的毛利率水平较高所致；公司堆存仓储业务分布在深基地下属的海洋石油后勤业务板块和宝湾物流园板块，2017年堆存仓储综合毛利率较2016年下降1.55个百分点，为58.78%，主要系物流园区平均租金有所下降和新投运物流园区初期运营投入较高所致；运输业务受成本上升影响，毛利率持续下降至1.69%；随着前期处置租赁资产的结束，公司集成房屋业务逐步进入正常运营阶段，2016年毛利率由负转正，为16.65%，2017年受原材料成本上升影响，毛利率下滑至11.34%；跟踪期内，公司经营租赁业务（房地产经营性租赁）和其他业务（主要来自下属财务公司中开财务有限公司的经营收入）近年来保持在较高毛利率水平，2017年分别为80.17%和85.92%，对公司利润形成有效补充；销售商品毛利率近年来波动下降，主要系增速较快的平行进口汽车销售业务毛利率较低所致。

2018年1~9月，公司营业收入为92.41亿元，同比增长57.75%，主要系运输业务和产品销售业务增长所致。其中运输业务实现收入20.77亿元，同比增长51.50%，主要系东方物流的运

输业务规模持续增长所致；产品销售业务实现收入21.71亿元，超过2017年全年收入，主要系平行进口汽车业务发展迅速所致。2018年1~9月，公司综合毛利率为27.16%，较2017年下降9.51个百分点，主要系高毛利的房地产业务占比下降所致。

总体看，近年来，在房地产、运输业务和产品销售业务收入增长的带动下，公司收入规模持续增长，盈利能力保持良好水平。

2. 房地产业务

公司房地产业务的主要经营主体为南山控股，此外还有深圳市半岛一号管理有限公司和深圳海湾发展管理有限公司等。

房地产开发

近年来，公司房地产业务规模逐年增长，新开工面积和期末房屋施工面积逐年增长。2017年，公司房地产新开工面积36.95万平方米，期末施工面积64.16万平方米，同比分别增长22.18%和18.17%。

受推盘节奏影响，公司房地产签约面积近年来波动下降，2017年公司房地产签约面积为40.31万平方米，同比下降24.77%；签约销售额为54.26亿元，同比下降30.99%；签约销售均价为1.35万元/平方米，同比下降8.43%，主要系2016年公司深圳山语海项目销售单价较高所致。

2018年1~9月，公司房地产新开工面积46.51万平方米，超2017年全年新开工面积；期末施工面积98.61万平方米，较2017年底增长53.69%；签约销售面积29.65万平方米，为2017年全年的73.55%；签约销售均价1.55万元/平方米，较2017年有所上升。

表2 近年来公司房地产开发主要指标（合并口径）
（单位：平方米、万元、万元/平方米）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
新开工面积	247360	302405	369467	465146

期末房屋施工面积	330310	542963	641617	986107
房屋竣工面积	552179	451728	270811	120657
期末可售面积	481985	408588	185150	299891
当期结算面积	362650	444847	386198	134504
当期签约面积	359658	535774	403050	296483
签约销售额	387550	786171	542563	459275
签约均价	1.08	1.47	1.35	1.55
房地产开发完成投资	167481	408652	302684	645697

资料来源：公司提供

区域分布方面，公司房地产开发的区域分布在华东、华中和华南，2017年上述地区的房地产结算面积占比分别为84.13%、6.24%和9.63%；销售收入占比分别为57.36%、2.82%和39.82%。总体看，华东和华南为公司主要的开发区域和收入来源，华中地区近年来销售收入占比持续下降。

表3 公司房地产开发结转收入区域分布

(单位：亿元、万平方米、%)

2015年				
地区	结转收入	占比	结算面积	占比
华东	28.67	75.86	26.36	72.70

表4 截至2018年9月底公司主要在建房地产项目(单位：亿元、平方米、%)

项目名称	项目类别	区域分布	规划建筑面积	计划总投资	资金筹措方案		截至2018年9月底已投
					贷款	自筹	
南通尚品名邸(二期)	住宅、商业	南通港闸区	133800	11.00		11.98	6.44
白鹤天池一期	住宅	长沙岳麓区	130270	6.26		6.26	3.55
白鹤天池二期	住宅	长沙岳麓区	93750	3.87		3.87	1.06
苏州枫桥(暂定)	住宅	苏州高新区	109938	43.18	14.00	29.18	24.63
南山维拉	住宅	苏州吴中区	634763	43.31	3.20	40.11	30.52
山语海苑	住宅	深圳南山区	101839	25.39	7.02	18.37	15.88
南山楠	住宅	苏州高新区	255013	43.62	14.00	29.62	32.46
柠檬郡	住宅	合肥新站区	101163	10.18	3.40	6.78	6.92
十里星空	住宅	武汉黄陂区	75508	6.50	3.00	3.5	4.82

华中	7.35	19.39	7.83	21.59
华南	1.80	4.75	2.07	5.71
合计	37.82	100	36.26	100.00
2016年				
地区	结转收入	占比	结算面积	占比
华东	34.36	63.12	27.75	62.40
华中	6.56	12.07	7.61	17.11
华南	13.51	24.81	9.11	20.49
合计	54.43	100.00	44.48	100.00
2017年				
地区	结转收入	占比	结算面积	占比
华东	33.53	57.36	32.49	84.13
华中	1.66	2.82	2.41	6.24
华南	23.45	39.82	3.72	9.63
合计	58.65	100.00	38.62	100.00
2018年1-9月				
地区	结转收入	占比	结算面积	占比
华东	17.17	60.64	11.74	87.29
华中	0.18	0.64	0.03	0.21
华南	10.96	38.71	1.68	12.49
合计	28.31	100.00	13.45	100.00

资料来源：公司提供

注：华东地区主要是上海、苏州、南通地区；华中地区主要是长沙、合肥和武汉；华南地区主要是惠州、深圳。

在建项目和土地储备

公司在建项目主要为自主开发。截至2018年9月底，公司主要在建房地产项目规划建筑面积总计203.07万平方米，预计总投资为213.47亿元，截至2018年9月底已投资130.76亿元，未来尚需投资82.71亿元。

北二岛	住宅	惠州惠阳区	62824	4.93		4.93	0.89
宝湾国际广场 (三期项目)	商业、住宅	合肥长丰双凤开发 区	331783	15.23	3.14	12.09	3.59
合计			2030651	213.47	47.76	165.71	130.76

资料来源：公司提供。

公司主要通过招拍挂等方式获得土地储备。截至 2018 年 9 月底，公司土地储备总面积为 69.22 万平方米，权益土地面积为 67.45 万平方米，分布在苏州、合肥、长沙、惠阳和

武汉区域。整体看，公司土地储备充足且主要位于国内重要的二线城市，具有一定区域优势。

表 5 截至 2018 年 9 月底，公司未开工土地储备情况（万平方米、万元、万元/平方米）

序号	地块名称	地理位置	取得时间	出让金总额	土地面积	权益面积	拟建项目类别
1	南山维拉	苏州	2014 年	129600	59374	59374	住宅
2	南山新程	苏州	2016 年	269300	32000	32000	住宅
3	南山国际	南通	2013 年	25100	12620	12620	住宅
4	白鹤天池	长沙	2012 年	22324	297896	297896	住宅
5	三食六巷	合肥	2015 年	8000	23000	23000	住宅
6	半岛一号	惠阳	2004 年	8329	96860	96860	住宅
7	光谷自贸港	武汉	2016 年 9 月	5775	57376	39721	厂房
8	合肥新展	合肥	2017 年 9 月	57700	1465	1465	住宅
9	长沙梅溪湖	长沙	2017 年 12 月	149175	47545	47545	住宅、商业
10	苏州枫桥	苏州	2018 年 1 月	238567	55105	55105	住宅
11	海祥阁（B5B6）	深圳	2018 年 2 月	5754	8936	8936	住宅
合计				913869	692177	674522	--

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司房地产业务规模持续增长，新开工面积和期末施工面积逐年增长；受推盘进度影响，房地产签约销售面积波动中有所下滑；房地产土地储备面积充足，分布在国内重点二线城市，具备一定区位优势，为公司房地产业务持续发展奠定基础。

3. 物流业务

公司物流业务包括主要包括堆存仓储业务，装卸、港务管理业务和干线运输业务，主要经营主体为南山控股下属宝湾物流控股有限公司（以下简称“宝湾物流”）和深圳市赤湾东方物流有限公司（以下简称“东方物流”）

宝湾物流

宝湾物流是原深基地下属的物流园区运营平台，随着深基地被吸收合并，现成为南山控股子公司。深基地成立于 1984 年，由南山开发与新加坡海洋联合服务有限公司共同投资兴建，初始业务为海洋石油后勤服务。深基地自 2003 年进入物流园区行业，凭借二十多年来经营国际著名石油后勤服务基地的丰富经验快速成长，相继在长三角、珠三角、环渤海等经济区域的战略城市自行开发、拥有并管理多个大型物流园区。“宝湾物流”是深基地的物流服务品牌，在全国范围内享有较高知名度。

宝湾物流业务构成以堆存（仓储）业务为

主，可以提供的服务包括物流运营管理、标准设施开发与运营、定制仓储设施、运输与配送、电子商务仓储服务、供应链金融服务、冷链物流、医药物流等，经过多年发展，宝湾物流拥有一批稳定的优质客户，包括利丰供应链管理（中国）有限公司、大众汽车公司、广州顺丰速运有限公司、武汉屈臣氏个人用品商店有限公司等知名企业。

近年来，随着物流园区运营面积的增加，宝湾物流的堆存（仓储）收入持续增长。2017年，宝湾物流堆存仓储业务实现收入 5.20 亿元，同比增长 14.54%，毛利率为 65.52%，同比下降 2.57 个百分点，主要系物流园区平均租金有所下降和新投运物流园区初期运营投入较高所致。2017 年，宝湾物流全年仓库累计使用率为 86.10%，同比下降 7.90 个百分点。

表 6 宝湾物流园区业务经营情况（单位：万元、%）

行业	营业收入				收入占比				毛利率			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
堆存（仓储）	41101.27	45351.98	51971.60	46052.06	75.43	73.52	85.98	84.35	67.81	68.09	65.52	68.25
装卸	731.87	727.17	632.17	769.45	2.94	3.05	1.05	1.41	29.58	17.43	-7.83	-65.67
办公楼租赁	1024.16	1053.55	1868.09	1960.75	1.93	1.72	3.09	3.59	66.87	67.90	72.03	76.25
代理	1654.00	2280.41	3129.21	2927.46	8.69	10.25	5.18	5.36	7.82	11.50	13.87	22.22
运输	2167.03	2368.70	2745.71	2218.99	11.00	11.45	4.54	4.06	10.98	4.84	7.58	3.69
其他	46.84	79.71	102.01	668.00	0.00	0.00	0.17	1.22	98.51	99.61	97.88	89.15
合计	46725.16	51861.52	60448.79	54596.71	100.00	100.00	100.00	100.00	62.46	62.05	59.70	61.81

资料来源：公司提供

随着在建物流园区的陆续投入使用，宝湾物流园区运营面积持续增长。截至 2017 年底，宝湾物流园区仓库面积为 201.22 万平方米，同比增长 24.12%，出租率为 86.10%，较 2016 年底下降 7.90 个百分点，主要系当年新投入运营的物流园区尚处于培育期，总体出租率偏低所致；截至 2018 年 9 月底，宝湾物流仓库面积为 234 万平方米，较 2017 年底增长 16.29%；出租率为 92.12%，较 2017 年上升 6.02 个百分点。2018 年 1~9 月，宝湾物流实现收入 5.46 亿元，占 2017 年全年营业收入的 90.40%，综合毛利率 61.81%，较 2017 年上升 2.11 个百分点。

表 7 宝湾物流物流园出租率以及仓库面积情况（单位：万平方米、%）

2015 年		2016 年	
仓库面积	出租率	仓库面积	出租率
130.20	91.40	162.10	94.00
2017 年		2018 年 1-9 月	
仓库面积	出租率	仓库面积	出租率
201.22	86.10	234.00	92.12

资料来源：公司提供

宝湾物流的园区主要分布在上海、深圳、广州、天津、新都、龙泉、上海明江和廊坊等地。截至 2018 年 9 月底，除镇江宝湾因区域竞争激烈出租率水平低（三季度开始好转，10 月份已经接近满租）和胶州宝湾尚存在部分空置外，其余宝湾物流园区均基本处于满租状态。

表 8 各物流园区主要经营指标 (单位: 万元、%)

园区	2015 年			2016			2017 年			2018 年 1-9 月		
	收入	净利润	仓库使用率	收入	净利润	仓库使用率	收入	净利润	仓库使用率	收入	净利润	仓库使用率
上海宝湾	9329	4709	100	9621	4760	100	9875	5053	100	7948	4161	104.22
明江宝湾	5563	2496	100	5686	2621	100	5766	2685	100	4523	2276	103.55
昆山宝湾	5769	2811	95.60	5805	2534	98.20	6441	2860	100	5015	2418	102
廊坊宝湾	2592	677	88.20	2889	947	96	3134	1217	100	2665	1194	107.83
天津宝湾	5779	2255	100	5064	1941	87.30	4058	1661	73.30	4031	1351	97.03
新都宝湾	2308	724	100	2730	1136	99.60	2499	1093	93.90	1969	882	100
龙泉宝湾	6075	1923	98.40	6324	1911	98.10	6867	1997	96.20	5323	1457	100
广州宝湾	4769	1537	100	5393	1983	100	5621	2007	99	4484	1777	100
深圳宝湾	1699	135	82.50	2306	202	83.10	1954	178	78.80	--	--	--
南京宝湾	2337	611	100	3385	1276	99.80	3712	1404	100	2758	920	101
南通宝湾	1180	174	83.40	1381	304	80.90	1766	558	100	1312	429	98.50
武汉宝湾	1018	29	78	3190	865	89	3709	1054	96	2831	1017	98.93
无锡宝湾	--	--	--	90	-558	14.70	1343	-208	54.30	2032	533	102.39
镇江宝湾	--	--	--	15	-182	15	891	662	32.20	1236	-845	45.36
津南宝湾	--	--	--	260	111	90.80	1745	820	93.40	1436	716	98.13
嘉兴宝湾	--	--	--	--	--	--	527	24	89.10	1207	511	103.68
北京空港宝湾	--	--	--	--	--	--	1481	831	100	1747	854	101.49
胶州宝湾	--	--	--	--	--	--	347	-20	41.50	2074	851	86.20
鄂州宝湾	--	--	--	--	--	--	--	--	--	213	51	100
合计	48418	18081	91.40	54139	19851	94.00	61736	23876	86.10	52804	20551	92.12

资料来源: 公司提供

注: (1) 上述净利润中未扣除利息费用的影响;

(2) “仓库使用率”为年度累计平均使用率;

(3) 无锡宝湾于 2016 年 10 月投入运营; 镇江宝湾于 2016 年 12 月投入运营; 津南宝湾为股权收购项目, 于 2016 年 10 月 31 日纳入公司合并范围; 嘉兴宝湾一期于 2017 年 4 月投入运营; 北京空港宝湾于 2017 年 5 月投入运营; 胶州宝湾于 2017 年 12 月部分投入运营。

(4) 深圳宝湾非宝湾控股子公司, 未纳入宝湾物流业务合并范围内; 为符合自贸区规划需要, 深圳宝湾在 2018 年第二季度开始转型, 运营方向正在从物流园区转型为文创和科技园区。

(5) 部分园区出租率超过 100%, 主要是由于招商情况较好, 部分客户租用了装卸平台等库外面积。

2017 年, 宝湾物流实现签约土地面积 1700 亩, 落实土地指标面积 1500 亩; 2018 年 1~9 月, 宝湾物流实现土地签约面积 866 亩, 落实土地指标面积 372.5 亩。截至 2018 年 9 月底,

宝湾物流园土地储备面积约 2000 亩, 主要分布区域于武汉、郑州、长沙、余姚、宁波、昆明等物流热点城市, 充足的物流土地储备为公司物流业务持续扩大经营规模提供了保障。

东方物流

东方物流承担着公司的物流运输业务。东方物流系公司全资子公司，主要发展国内陆运干线运输和区域配送业务，是国内著名物流企业，品牌效应明显，多年连任深圳市集装箱拖车运输协会会长单位，是深圳市最大的集装箱运输企业之一，公司是目前国内唯一拥有两家交通部甩挂运输试点单位的物流企业。东方物流有自有车、挂靠车和外协车三种经营模式。

2016年，东方物流提出大车队战略（甩挂运输模式），通过车头与车架分离的运输模式、在重点区域布局集散网点，达到增强运力、降低客户成本的服务效果。实施大车队战略后，公司物流运输业务发展迅速。截至2018年9月底，东方物流在全国范围内设立45家分支机构，拥有园区及货运场站面积130万平方米，基本搭建了覆盖全国的干线运输网络。近年来，东方物流持续加大车辆和集装箱采购，车队规模不断增大。截至2018年9月底，东方物流自有牵引车1836台，槽罐车306台，半挂车4006台，集装箱3660个，拥有社会可控车辆约3万台，均较2017年有较大幅度增加。

2017年东方物流全年营业收入31.07亿元，同比增长112.37%，其中干线收入13.25亿元，油品运输1.99亿元；2017年东方物流毛利率为2.36%，较2016年下降3.27个百分点，主要系行业竞争激烈、运输成本上升、低毛利的销售商品业务占比上升和龙海货运公司受危险品运输政策管制影响当年收入大幅下降等因素综合影响所致。2018年1~9月，东方物流实现营业收入39.43亿元，毛利率为2.21%；其中产品销售业务收入18.05亿元，毛利率2.38%；运输业务收入20.72亿元，毛利率1.22%。

总体看，近年来公司仓储物流业务保持快速发展趋势，物流园区运营面积持续快速增长，同时出租率保持在较好水平，营业收入稳

步增长；东方物流营业收入快速增长，但毛利率水平低，整体对公司盈利贡献有限。

3. 制造业板块

集成房屋业务

公司集成房屋业务的主要经营主体为南山控股下属雅致集成事业部（以下简称“雅致集成”）。公司集成房屋主要生产基地位于常熟和麻涌。

雅致集成目前为国内集成房屋行业龙头，公司主要采用直销模式进行销售，主要产品包括模方空间、雅居、易安居、打包箱、活动板房、特种集装箱、雅致配套等七大系列产品，使用领域为旅游营地、建筑工地、政府安置及各类商业活动临时用房等。公司主要产品K房、箱房和围墙始终保持着市场占有率第一的市场地位。

公司集成房的生产模式为存货生产和订单生产结合，2017年两种模式占比大概在56.80%和43.20%，较2016年变化不大。

集成房屋制造所需原材料包括带钢、彩钢、油漆、玻璃棉、木夹板等，主要原材料占生产成本比重约为65%。从采购模式上看，公司采取集中招（议）标分散采购与集中招（议）标统一采购两种模式，2017年两种采购模式占比分别为34.55%和65.45%，较2016年变化不大。

随着前期租赁资产处置的结束和需求的回暖，公司集成房业务开始稳定运营并有所回暖，2017年公司主要原材料采购数量均明显增长，带钢、彩钢和油漆的采购量分别为15559吨、5369吨和831吨。2018年1~9月，各原材料采购量均较上年同期持续提升。

2017年，雅致集成主要原材料价格除油漆外均呈上升趋势，其中带钢采购均价上涨幅度较大，同比增长91.80%至3529元/吨。2018年1~9月，主要原材料采购价格均持续上升。

表9 雅致集成原材料采购（单位：吨、元/吨）

主要原材料	采购量				采购价格			
	2015年	2016年	2017年	2018年1-9月	2015年	2016年	2017年	2018年1-9月
带钢	4054	3947	15559	15533	2639	1839	3529	4850
彩钢	3800	4336	5369	4876	4594	4761	5871	6483
油漆	440	598	831	862	12610	20308	15648	16442

资料来源：公司提供

从销售区域上看，雅致集成以国内销售为主，国内销售额占销售收入比重在80%以上，销售市场分布在华东、华中、华北和华南等地区，2017年华南地区占国内销售比重为40%，为公司主要销售区域。2017年，公司集成房屋销售量为148.58万平方米，同比增长56.00%；生产量为99.44万平方米，同比增长96.00%；销量的增长带动库存快速下降，截至2017年底，集成房屋库存为9.18万平方米，同比下降65.00%。2017年公司集成房屋销售收入为7.37亿元，同比增长39.85%；毛利率为11.34%，同比下降5.31个百分点，主要系原材料钢材成本上升影响。2018年1-9月，公司集成房屋销售收入为5.85亿元，销售毛利率为5.89%，较2017年下降5.45个百分点。

总体看，2017年以来，公司集成房屋产销量快速增长；受原材料采购价格持续上涨影响，集成房屋毛利率有所下降，未来面临一定的成本控制压力。

船舶舱室业务

公司船舶舱室业务主要由南山控股下属全资子公司华南建材经营，主要业务包括船用配套复合岩棉板、舱室防火门、船用卫生单元以及船舶整体舱室等的生产和销售。华南建材为中国最重要的船舶耐火舱室提供商，其产品已通过世界主要船级社认证，并和全球30多个国家的几百家船舶制造企业建立了长期合作关系。

原材料采购方面，华南建材业务所需原材料包括钢材、岩棉、胶水、PVC膜、锁具、洁

具及五金件，主要原材料占生产成本比重约为70%。产品生产方面，公司华南建材的生产模式为存货生产和订单生产结合，以订单生产模式为主。

2016年以来，随着船舶行业景气度下行，公司船舶舱室业务面临的经营形势日益严峻，营业收入持续下降。2017年公司船舶舱室业务营业收入为3.38亿元，同比下降15.56%，同时受成本上升影响，毛利率为16.62%，同比下降7.92个百分点。2018年1-9月，船舶舱室业务营业收入2.61亿元，同比下降4.47%，主要是受市场不景气影响；毛利率为16.54%，与2017年末基本持平。

4. 经营效率

2015~2017年，公司销售债权周转次数逐年上升，三年分别为7.26次、9.68次和10.39次；存货周转次数稳中有升，三年分别为0.71次、0.74次和0.83次；总资产周转次数稳中有升，三年分别为0.30次、0.34次和0.36次。公司整体经营效率尚可。

5. 在建工程

公司在建工程主要为物流园区项目，此外还包括赤湾石油基地工作船码头扩建工程和南山宝湾物流中心项目，上述项目均位于公司总部所在的赤湾片区。赤湾地区东北至港湾大道—松湖路—兴海大道，西北至妈湾电厂—小南山，东南至蛇口海岸线，西南至赤湾海岸线，总用地面积为6.52平方公里。该片区的

功能定位为集水陆运输、货物仓储、临港工业等多种功能于一体的综合性港区。

赤湾石油基地工作船码头扩建工程属于经营性码头扩建，建设填海造地面积 3.8301 公顷；新建 1 个 5000 吨级石油工作船码头、4 个 5KW 拖轮码头、1 个 1000 吨级泊船泊位以及配套工程。

南山宝湾物流中心项目位于深圳市南山区赤湾片区，项目为物流仓储用地，位于深圳

市南山区赤湾片区，项目定位为中高档化写字楼、物流企业办公用房，为公司自持经营物业。项目建筑面积 8.10 万平方米，建筑用地面积 0.71 万平方米。

截至 2018 年 9 月底，公司主要在建工程总投资 53.81 亿元，累计投资 26.21 亿元，尚需投资 27.60 亿元，此外公司地产板块在建项目投资规模较大，综合考虑，公司存在较大的对外融资需求。

表 10 截至 2018 年 9 月底公司主要在建工程项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	项目用途	总投资	截至 2018 年 9 月底累计投资	完工时间/预计完工时间
1	赤湾石油基地工作船码头扩建工程	该项目属于经营性码头扩建，泊船泊位以及配套	19479	14218	2018 年 12 月
2	南山宝湾物流中心项目	项目为物流仓储、写字楼、物流企业办公用房，自持经营物业	104600	53708	2018 年 12 月
3	南通锡通宝湾项目	项目为自持仓储物流园	21300	15120	2018 年 10 月
4	绍兴宝湾国际物流供应链中心项目（一期）	项目为自持仓储物流园	35600	17695	2018 年 10 月
5	宝湾物流(华东) 高端电子商务运营中心	项目为自持仓储物流园	26400	11338	2018 年 10 月
6	鄂州葛店项目	项目为自持仓储物流园	52500	13801	2018 年 10 月
7	咸阳宝湾项目	项目为自持仓储物流园	54987	25613	2018 年 10 月
8	江阴宝湾国际物流新建仓储服务项目	项目为自持仓储物流园	34495	13324	2018 年 10 月
9	西安临潼宝湾项目	项目为自持仓储物流园	36804	8688	2019 年 10 月
10	重庆西彭宝湾项目	项目为自持仓储物流园	37478	13144	2020 年 3 月
11	贵阳双龙宝湾项目	项目为自持仓储物流园	24500	20493	2018 年 12 月
12	嘉善宝湾项目	项目为自持仓储物流园	33900	28210	2018 年 10 月
13	重庆珞璜宝湾项目	项目为自持仓储物流园	33700	16828	2018 年 12 月
14	德清宝湾项目	项目为自持仓储物流园	22400	9918	2018 年 11 月
合计			538143	262098	

资料来源：公司提供

注：项目总投资为可研报告规划数据，一般在项目规划投资初期确定且不再更改，与后续实际开发投资的累计数据可能存在差异。

6. 未来发展

公司未来将定位为以物流业为核心主业、以物业开发与运营为支撑业务、以金融投资与资产管理为创新业务，成为在核心产业领域具有影响力的企业集团。业务组合上明确“2+1+1”的方向，即：“中国领先的仓储与公路运输综合运营商”、“独具特色的住宅与产业地产开发运营商”两个实业平台，集股权运作、金融投资、传统业务管理、新业务培育为一体的“资产管理平台”。

战略转型期（2016-2018年），公司将大

力推进物流核心主业的发展和地产业务的优化，并对资管业务中集成房屋等部分亏损业务进行及时止损，通过不断优化产业结构，实现战略转型。

战略转型期后（2019-2020年），公司围绕物流、地产、金融和资管核心业务，延伸产业链服务，提升业务的市场竞争力；同时，推进以产融结合为方向的金融类业务发展，更好的服务于集团产业发展。

联合资信关注到，近期国际、国内资本加大仓储物流业的布局，短期内将加剧行业

竞争，或对公司仓储物流板块产生冲击，公司未来战略转型或将面临一定压力。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2015~2017年合并财务报告，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2015~2017年财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2018年前三季度财务报告未经审计。

从合并范围看，2016年公司合并范围因收购股权新增2家子公司（武汉光谷微电子股份有限公司和天津海尔资产管理有限公司），因处置注销减少1家子公司（赤湾发展（新加坡）有限公司）；2017年，公司合并范围内因新设增加12家子公司，因注销减少3家子公司。2018年前三季度，公司合并范围因新设增加20家子公司，因收购股权增加1家子公司，因注销减少1家子公司。截至2018年9月底，公司合并范围内的子公司共154家，其中主要一级子公司共11家。总体看，因增加和减少的子公司经营规模较小，近年来公司合并范围变动对财务报表可比性影响较小。

会计差错调整方面，2016年度公司财务报告对部分会计科目的期初数的计量进行了差错调整（内部交易合并抵消），影响较大的科目为无形资产、递延收益和其他非流动负债。以下财务分析所采用的2015年度数据均为2016年度财务报表期初数。

截至2017年底，公司（合并）资产总额362.30亿元，所有者权益134.95亿元（其中少数股东权益35.02亿元），2017年公司实现营业收入118.09亿元，利润总额18.83亿元。

截至2018年9月底，公司（合并）资产总额436.32亿元，所有者权益152.63亿元（其中少数股东权益37.44亿元）；2018年1~9月公司实现营业收入92.41亿元，利润总额42.08亿元。

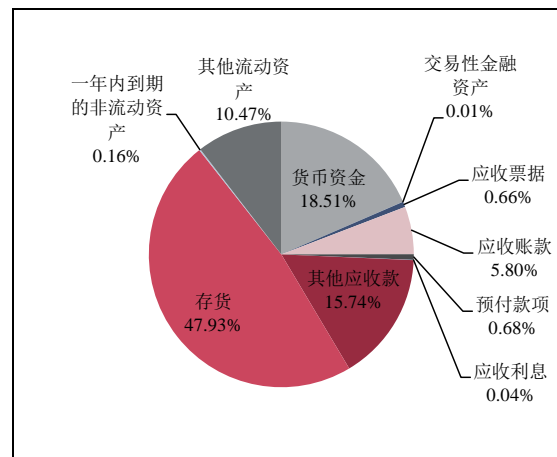
2. 资产质量

2015~2017年，公司资产总额不断增长，年均复合增长19.35%。截至2017年底，公司资产总额为362.30亿元，同比增长22.34%，主要来自存货、其他流动资产、其他应收款、可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产和无形资产的增加；2017年公司资产总额中，流动资产占54.43%，非流动资产占45.57%，资产构成较2016年底变化不大。

流动资产

2015~2017年，公司流动资产不断增长，年均复合增长12.81%。截至2017年底，公司流动资产合计197.21亿元，同比增长22.19%，构成以货币资金（占18.51%）、应收账款（占5.80%）、其他应收款（占15.74%）、存货（占47.93%）和其他流动资产（占10.47%）为主。

图4 截至2017年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2015~2017年，公司货币资金波动中有所下降，年均复合下降10.61%。截至2017年底，公司货币资金为36.50亿元，同比下降31.19%，从构成来看，主要为银行存款（31.96亿元）和其他受限的货币资金（4.54亿元，主要为工程保证金、履约保证金、票据保证金、预售监管资金以及存出投资款等），货币资金受限比例为12.41%，受限比例一般。

2015~2017年，公司应收账款不断增长，年均复合增长14.78%。截至2017年底，公司

应收账款为11.43亿元，同比增长24.12%，主要系东方物流营业收入增长的同时应收账款相应增长所致；账龄集中在1年以内（占77.07%），1~2年占6.29%，2~3年占4.48%，3年以上占12.22%；共计提坏账准备2.40亿元，计提比例17.35%，计提比例尚可；应收账款前五名金额2.51亿元，占比18.15%，账款集中度一般。

2015~2017年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长125.76%。截至2017年底，公司其他应收款为31.05亿元，同比增长487.23%，主要系竞拍土地保证金大幅增加所致；其他应收款主要由保证金及押金（占75.58%）、合作方往来款（占15.03%）和关联方往来（占4.01%）构成，从账龄分布看，1年以内占91.03%，1~2年占6.60%，2~3年占1.19%，3年以上占1.22%；截至2017年底，公司其他应收款共计提坏账准备0.16亿元，计提比例0.52%。

2015~2017年，公司存货不断增长，年均复合增长12.63%。截至2017年底，公司存货为94.53亿元，同比增长11.46%。从构成上看，存货主要为房地产的开发成本（占80.14%）和开发产品（占10.29%）等，其余为原材料、在产品、产成品和周转材料等。截至2017年底公司存货共计提跌价准备0.22亿元，主要为对原材料以及产成品计提的跌价准备。

2015~2017年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长15.16%。截至2017年底，公司其他流动资产为20.65亿元，同比增长254.70%，主要系银行理财产品增加所致；其他流动资产有银行理财产品（17.42亿元）、预交税金和待抵扣进项税等构成。

非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长28.88%。截至2017年底，公司非流动资产165.09亿元，同比增长22.53%；非流动资产构成以可供出售金融资产（占4.82%）、长期股权投资（占18.33%）、

投资性房地产（占15.17%）、固定资产（占20.40%）、无形资产（占17.91%）、其他非流动资产（占9.30%）和在建工程（占9.42%）为主。

2015~2017年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长211.50%，可供出售金融资产为对企业的股权投资。截至2017年底，公司可供出售金融资产为7.96亿元（按公允价值计量5.65亿元，按成本计量2.31亿元），同比增长411.79%，系本期新增按公允价值计量的可供出售金融资产所致，为对新疆独山天利高新技术股份有限公司的股权投资。

2015~2017年，公司长期股权投资有所增长，年均复合增长4.44%。截至2017年底，公司长期股权投资30.27亿元，同比增长4.43%；长期股权投资为对合营和联营企业的股权投资，投资对象包括苏州招商南山地产有限公司、深圳赤湾胜宝旺工程有限公司和深圳赤湾港航股份有限公司（以下简称“深赤湾”），2017年上述三家公司分别贡献投资收益0.34亿元、-0.27亿元和1.65亿元。

截至2017年底，公司持有的深赤湾的股权账面价值为22.73亿元。2018年2月5日招商局集团有限公司下属企业招商局港通发展（深圳）有限公司（以下简称“招商局港通”）与公司签署了《中国南山开发（集团）股份有限公司与招商局港通发展（深圳）有限公司关于深圳赤湾港航股份有限公司之股份转让协议》，招商局港通拟以25.47元/股的价格协议受让公司持有的209687067股深赤湾A股股份，2018年6月8日，公司完成标的股份过户，标的股份的转让价款50.64亿元。本次股权转让完成后，公司不再持有深赤湾股份。

2015~2017年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长22.68%。截至2017年底，公司投资性房地产为25.04亿元，同比增长21.46%，增长主要来自购置、存货和在建工程的转入早。

2015~2017年，公司固定资产快速增长，年均复合增长18.17%。截至2017年底，公司固定资产账面价值33.68亿元，同比增长37.16%，主要系购置和从在建工程转入所致；从构成来看，主要由房屋建筑物及库房设施（占65.08%）、机械设备（占16.78%）和汽车及运输设备（占8.08%）等构成。截至2017年底，固定资产累计计提折旧15.12亿元，固定资产整体成新率为69.80%，成新率尚可；累计计提减值准备1.26亿元，当期计提0.22亿元，其中机械设备计提2017.88万元、经营租赁集成房屋构件计提221.83万元。

2015~2017年，公司在建工程快速增长，年均复合增长39.15%。截至2017年底，公司在建工程为15.55亿元，同比增长23.36%，增长来自在建物流园工程的新增投入；公司在建工程以物流园区项目为主，其他在建项目还包括中国南山大厦、东岸线深水码头项目二期工程和成都油气基地工程。

2015~2017年，公司无形资产快速增长，年均复合增长41.35%。截至2017年底，公司无形资产为29.57亿元，同比增长29.92%，主要来自新增购置的土地使用权的增加；无形资产由土地使用权（占98.44%）和软件及其他（占1.56%）构成；部分运营成熟的物流园区土地使用权获取时间较早，具有较大增值空间。

2015~2017年，公司其他非流动资产波动增长，年均复合增长124.03%。截至2017年底，公司其他非流动资产为15.35亿元，同比下降17.83%，主要由代垫拆迁补偿款（7.84亿元，为公司子公司成都恒璟源投资咨询有限公司代武侯区危房改造中心垫付的拆迁补偿款）、预付土地使用权出让款（3.97亿元）和预付资产购置款（3.07亿元）所致。

截至2017年底，公司受限资产合计34.84亿元，其中货币资金4.35亿元、存货28.93亿元，无形资产0.50亿元，投资性房地产1.06亿元，受限比例9.62%，受限比例不高。

截至2018年9月底，公司资产总额为436.32亿元，较2017年底增长20.43%，其中流动资产占63.88%，非流动资产占36.12%，流动资产占比较2017年底提升9.45个百分点。截至2018年9月底，流动资产中货币资金64.75亿元，较2017年底增长77.39%，主要系公司转让深赤湾32.52%A股股份使其货币资金大幅增加所致；应收账款15.29亿元，较2017年底增长33.71%，主要系由于东方物流业务进一步增长，部分客户又采用年终结算方式，从而导致应收账款相应增加；预付款项3.05亿元，较2017年底增长127.30%，主要是本年在建地产项目和物流项目较多，预付工程款增加，同时物流业务增长，采购增长，导致预付账款增加；其他应收款10.79亿元，较2017年底下降65.25%，主要系土地竞拍保证金下降所致；存货141.08亿元，较2017年底增长49.26%，主要是新增长沙、苏州等区域地产项目；其他流动资产42.40亿元，较2017年底增长105.29%，主要系银行理财产品大幅增加所致。非流动资产中长期股权投资为8.12亿元，较2017年底下降73.16%，主要原因是公司出售深赤湾股权；在建工程为21.82亿元，较2017年底增长40.31%，主要系物流园区在建项目投入增加所致；无形资产为35.61亿元，较2017年底增长20.42%，主要是物流园区土地使用权增加。

总体看，近年来受房地产开发和物流园区在建工程投入增加的影响，公司资产总额保持快速增长，资产构成中流动资产占比较高；公司整体资产质量良好。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长11.70%。截至2017年底，公司所有者权益为134.95亿元，同比增长17.67%，其中归属于母公司所有者权益为

99.93 亿元，主要由股本（占 9.01%）、资本公积（占 22.90%）、盈余公积（占 25.29%）和未分配利润（占 42.93%）构成。所有者权益构成较 2016 年底变化不大。截至 2017 年底，公司少数股东权益为 35.02 亿元，同比增长 41.33%，主要是深基地下属子公司宝湾物流接受华润深国投信托有限公司的永续债权投资所致。

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益为 152.63 亿元，较 2017 年底增长 13.10%，主要系未分配利润增加所致；资本公积由 2017 年底 22.88 亿元下降至 15.44 亿元，主要系出售深赤湾股权，部分资本公积结转至投资收益所致；所有者权益构成较 2017 年底变化不大。

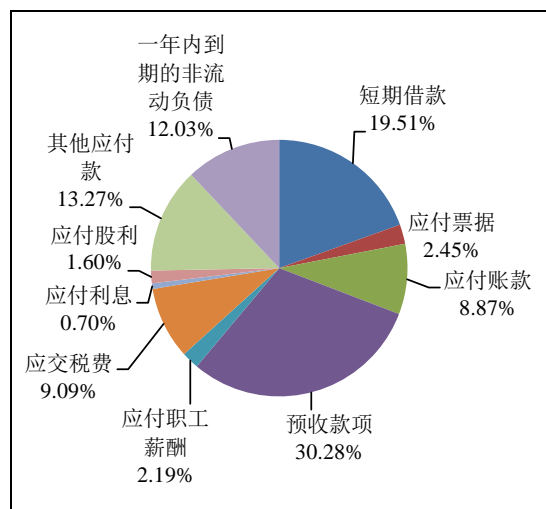
总体看，公司所有者权益中，未分配利润、盈余公积和资本公积占比较大，所有者权益稳定性一般。

负债

2015~2017 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 24.70%。截至 2017 年底，公司负债合计 227.35 亿元，同比增长 25.30%，其中流动负债占 58.64%，非流动负债占 41.36%，非流动负债占比较 2016 年底增长 6.95 个百分点。

流动负债方面，2015~2017 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 18.23%。截至 2017 年底，公司流动负债为 133.33 亿元，同比增长 12.03%，构成以短期借款（占 19.51%）、应付账款（占 8.87%）、预收款项（占 30.28%）、应交税费（占 9.09%）、其他应付款（占 13.27%）和一年内到期的非流动负债（占 12.03%）为主。

图 5 截至 2017 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 260.62%。截至 2017 年底，公司短期借款为 26.01 亿元，同比下降 10.49%，其中保证借款 14.01 亿元，信用借款 12.00 亿元，借款年利率为 1.70~5.22%。

2015~2017 年，公司应付账款有所波动，年均复合增长 1.97%。截至 2017 年底，公司应付账款为 11.83 亿元，同比增长 20.97%，主要由应付供应商材料款 9.33 亿元和应付运费 2.24 亿元构成。

2015~2017 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 16.34%。截至 2017 年底，公司预收款项为 40.38 亿元，同比下降 10.07%，下降主要来自预收售房款（占预收账款比重 93.31%）。

2015~2017 年，公司应交税费快速增长，年均复合增长 65.46%。截至 2017 年底，公司应交税费为 12.12 亿元，同比增长 137.95%，主要是应交土地增值税增加所致；应交税费主要由土地增值税 8.23 亿元和企业所得税 3.06 亿元构成。

2015~2017 年，公司其他应付款波动中有所增长，年均复合增长 5.19%。截至 2017 年底，公司其他应付款为 17.70 亿元，同比增长 28.63%；从构成看，主要为应付关联方往来款、应付子公司合营方款项、保证金及押金

和应付工程款等。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降21.22%。截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债为16.04亿元，同比增长64.19%，主要是一年内到期的长期借款。

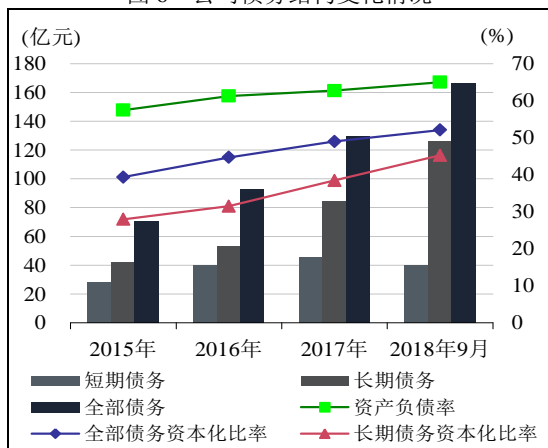
非流动负债方面，2015~2017年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长36.03%。截至2017年底，公司非流动负债为94.02亿元，同比增长50.58%，主要由长期借款（占60.53%）、应付债券（占27.20%）和其他非流动负债（占7.71%）构成。

2015~2017年，公司长期借款快速增长，年均复合增长56.69%。截至2017年底，公司长期借款为56.91亿元，同比增长39.86%，增长主要来自信用借款的增加；由抵押借款8.65亿元、保证借款12.65亿元和信用借款50.43亿元构成；长期借款年利率为4.28%~5.46%。

2015~2017年，公司应付债券波动增长，年均复合增长22.10%。截至2017年底，公司应付债券为25.58亿元，同比增长139.90%，主要系公司2017年发行了15亿元的“17南山开发MTN001”所致。

2015~2017年，公司其他非流动负债有所波动，年均复合下降2.56%。截至2017年底，公司其他非流动负债为7.25亿元，同比下降1.35%；其他非流动负债主要为预收租金。

图6 公司债务结构变化情况



资料来源：公司财务报告

有息债务方面，2015~2017年，公司全部债务快速增长，年均复合增长35.90%。截至2017年底，公司全部有息债务总额为129.59亿元，同比增长39.79%，从构成看，短期债务占比34.97%，长期债务占比65.03%，长期债务占比较2016年底上升8.18个百分点。

从债务指标来看，2015~2017年，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均持续上升。截至2017年底，上述三个指标分别为38.44%、48.99%和62.75%。

截至2018年9月底，公司负债总额为283.69亿元，较2017年底增长24.78%；流动负债占52.34%，非流动负债占47.66%，非流动负债占比较2017年底上升6.30个百分点。截至2018年9月底，公司应付账款为8.41亿元，较2017年底下降28.90%，主要是地产项目工程根据进度、付款节点确认的应付账款减少；预收款项为51.88亿元，较2017年底增长28.50%，主要为预收售房款增加；应交税费为22.69亿元，较2017年底增长87.12%，主要原因是转让深赤湾股权导致所得税及增值税增加，同时山语海等项目增值税清算，导致相关税费增加；长期借款为92.66亿元，较2017年底增长62.82%，主要原因为公司本部为改善债务结构，置换部分一年内到期的银行借款，同时本年地产项目和物流项目贷款有所增加；应付债券为30.60亿元，较2017年底增长19.63%，主要系发行了10亿元的“18南山开发MTN001”所致。

截至2018年9月底，公司有息债务总额为165.95亿元，较2017年底增长28.06%，其中短期债务占24.00%，长期债务占76.00%，长期债务占比较2017年底增长10.97个百分点；长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均有所上升，分别为45.25%、52.09%和65.02%，公司债务负担快速上升，但仍处在合理范围。

总体看，近年来公司负债总额持续快速

增长，有息债务结构以长期债务为主；债务负担快速上升，但仍处于合理水平。

4. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入快速增长，年均复合增长27.51%。2017年公司营业收入为118.09亿元，同比增长24.88%；营业成本为74.79亿元，同比增长26.19%；2017年公司营业利润率为27.60%，同比下降0.61个百分点。

期间费用方面，2015~2017年，公司期间费用不断增长，年均复合增长10.84%。2017年公司期间费用为15.92亿元，同比增长22.03%，其中销售费用占16.77%、管理费用占51.82%、财务费用占31.41%，期间费用构成较2016年变化不大；期间费用率为13.48%，较2016年下降0.32个百分点。2017年公司财务费用为5.00亿元，同比增长46.63%；管理费用为8.25亿元，同比增长19.74%；销售费用为2.67亿元，同比下降2.59%，主要是宣传费、代理中介费和运输装卸费有所下降所致。

2015~2017年，公司投资收益快速下降，年均复合下降59.04%。公司投资收益主要是权益法下核算的长期股权投资收益。2016年公司投资收益为2.72亿元，同比下降75.45%，主要是2015年公司因处置部分股权投资导致投资收益总额较高所致（2015年，公司获得投资收益11.06亿元，主要来自于①公司将参股的深圳平南铁路有限公司股权（20.60%）和债权转让于深圳市地铁集团有限公司，确认投资收益5.98亿元，现金已到账；②公司合营企业苏州招商南山地产有限公司贡献投资收益2.04亿元，现金已到账；③公司合营企业深圳赤湾港航股份有限公司（公司参股32.52%）贡献投资收益1.73亿元）。2017年公司投资收益为1.86亿元，同比下降31.67%，主要系从苏州招商南山地产有限公司和深圳赤湾胜宝湾工程有限公司等联营公司取得的

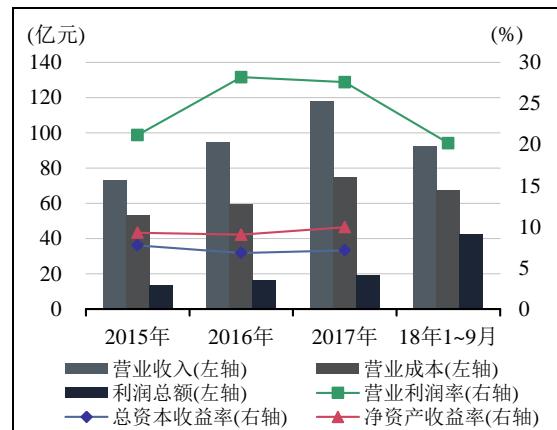
投资收益下降所致。

非经常性损益方面，2015~2017年，公司非经常性损益主要是资产减值损失、营业外收入和营业外支出，合计金额分别为1315.25万元、520.56万元和-6827.47万元，整体金额较小，对利润总额影响不大。

2015~2017年，公司营业利润和利润总额均快速增长，年均复合增长率分别为23.23%和17.61%。2017年，公司营业利润和利润总额分别为18.85亿元和18.83亿元，同比分别增长21.75%和14.77%。

盈利指标方面，2015~2017年，公司营业利润率波动中有所上升，分别为21.17%、28.21%和27.60%；总资本收益率波动中有所下降，分别为7.74%、6.82%和7.14%；净资产收益率波动中有所上升，分别为9.28%、9.04%和9.96%。公司整体盈利能力较强。

图7 公司营业收入和利润变动情况



资料来源：公司财务报告

2018年1~9月，公司营业收入为92.41亿元，同比增长57.75%，主要系运输业务和产品销售业务收入增幅较大所致；利润总额为42.08亿元，为去年同期的4.21倍，主要系转让深赤湾股权取得的投资收益规模较大所致；营业利润率为20.17%，较2017年下降7.43个百分点，主要系毛利率水平较低的运输业务和产品销售业务收入占比提升所致。

总体看，近年来公司营业收入和利润总额持续增长；营业利润率有所下降，但整体

盈利能力保持在良好水平。

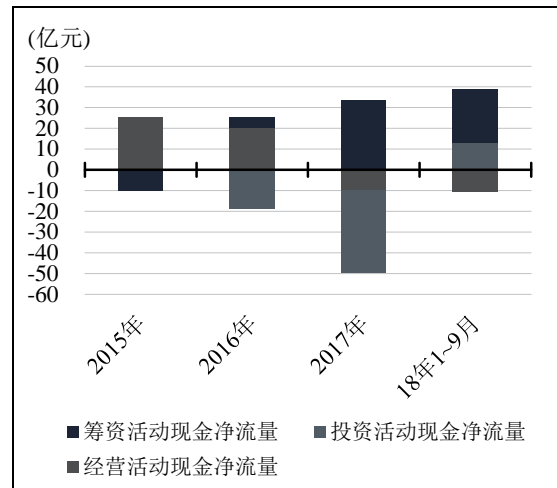
5. 现金流

经营活动现金流方面，2015~2017年，公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长15.64%，2017年经营活动现金流入量为119.77亿元，同比增长4.93%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金。2015~2017年，公司经营活动现金流出量快速增长，年均复合增长42.07%。2017年经营活动现金流出量为129.78亿元，同比增长38.39%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金；支付其他与经营活动有关的现金为27.49亿元，同比大幅增长，主要是支付的土地竞拍保证金。2015~2017年，公司经营活动净现金流分别为25.26亿元、20.37亿元和-10.01亿元。2015~2017年，公司现金收入比分别为115.80%、112.35%和96.08%，现金收入比持续下降，收入实现质量尚可。

投资活动现金流方面，2015~2017年，公司投资活动现金流入量快速下降，年均复合下降81.83%。2017年公司投资活动现金流入3.31亿元，同比下降93.14%，主要为收到其他与投资活动有关的现金（收回理财产品）大幅下降所致（2015年公司收到其他与投资活动有关现金为81.03亿元，规模较大，主要为出售联营公司平南铁路收到大额转让款以及收回到期银行理财产品）；2015~2017年，公司投资活动现金流出量快速下降，年均复合下降34.68%。2017年投资活动现金流出43.06亿元，同比下降35.84%，主要为购建固定资产、无形资产支付现金13.66亿元（同比下降38.29%）和支付其他与投资活动有关现金20.59亿元（用于购买理财产品，同比下降40.84%）。2015~2017年，公司投资活动净现金流均呈净流出，净流出规模波动增长，年均复合增长754.27%。2017年公司投资活动净现金流为-39.75亿元，净流出规模同比增长110.93%。

筹资活动现金流方面，2015~2017年，公司筹资活动现金流入量快速增长，年均复合增长54.64%。2017年公司筹资活动现金流入84.11亿元，同比增长64.11%，主要为取得借款收到的现金和发行债券收到的现金；2015~2017年，公司筹资活动现金流出量快速增长，年均复合增长6.21%。2017年筹资活动现金流出50.67亿元，同比增长8.83%，主要为偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿还利息支付的现金。2015~2017年，公司筹资活动净现金流分别为-9.74亿元、4.70亿元和33.44亿元，净流入规模持续增长。

图8 公司现金流分析



资料来源：公司财务报告

2018年1~9月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的净现金流分别为-10.51亿元、13.13亿元和25.70亿元，经营活动现金流为负主要系新增土地储备支付地价款和毛利率较低的运输业务和产品销售业务规模扩大使得购买商品、接受劳务支付的现金增长所致。2018年1~9月，公司现金收入比为106.35%，收入实现质量较2017年有所提高。2018年1~9月，公司收回投资收到的现金为50.64亿元，主要来自转让深赤湾股权收到的股权转让款。

总体看，随着公司收入规模的扩大，公司经营活动现金流入和流出规模持续增长，同时由于房地产业务拿地增加、产品销售及

运输业务规模增长占用资金增加等因素影响，2017年以来公司经营活动净现金流由正转负；公司物流园区业务尚处于业务拓展阶段，新增及在建物流园区的投入不断增加，导致公司投资活动净现金流（不考虑股权处置等因素影响）持续为负且规模较大；公司存在较大的融资需求，筹资活动净现金流2016年以来持续为正，且净流入规模不断增长。

6. 母公司财务报表分析

公司本部主要经营赤湾片区内自持物业的出租和向赤湾片区内客户销售电力等业务，同时也承担集团部分对外融资功能。

资产构成方面，截至2018年9月底，公司本部资产总额198.74亿元，其中流动资产占61.26%，非流动资产占38.74%；流动资产构成以货币资金（37.97亿元）、委托贷款（13.74亿元）、应收贷款（33.15亿元）和其他流动资产（27.80亿元）为主；非流动资产以对子公司的长期股权投资（63.39亿元）为主。

资本结构方面，截至2018年9月底，公司本部资产负债率为55.39%。从负债构成看，截至2018年9月底，公司负债总额为110.09亿元，其中流动负债占18.64%，非流动负债占81.36%，负债结构以非流动负债为主；流动负债中有息部分为短期借款5.00亿元和应付票据2.13亿元，其余主要是应付票据和应付股利；非流动负债中有息部分为长期借款54.30亿元和应付债券25.00亿元，其余主要是其他非流动负债，为预收土地租金形成的递延收益。从所有者权益构成看，截至2018年9月底，公司本部所有者权益为88.66亿元，构成以实收资本9亿元、盈余公积22.41亿元和未分配利润51.60亿元为主。截至2018年9月底，公司本部全部债务资本化比率为49.36%，债务负担适中。

盈利能力方面，2017年，公司本部实现

营业收入3.50亿元，利润总额6.02亿元，其中来自联营企业的投资收益7.00亿元。2017年，公司本部经营活动、投资活动和筹资活动的净现金流分别为-1.08亿元、-12.78亿元和16.78亿元。2018年前三季度，公司本部实现营业收入2.69亿元，利润总额47.06亿元，其中受处置深赤湾股权投资影响，当期取得投资收益48.62亿元。2018年前三季度，公司经营活动、投资活动和筹资活动净现金流分别为-8.13亿元、10.98亿元和13.93亿元。

总体看，公司本部经营性业务收入较少，利润总额主要来自对联营企业的投资收益；债务负担适中，债务结构以长期债务为主；本部负债主要以贷款等形式用于下属子公司的经营，自身经营性现金流入对债务保障能力弱，债务偿还依赖对子公司贷款的收回和再融资。

7. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017年，公司流动比率波动中有所下降，分别为162.46%、135.62%和147.92%；速动比率波动中有所下降，分别为84.34%、64.36%和77.02%；经营现金流动负债比持续下降，分别为26.48%、17.11%和-7.50%。截至2018年9月底，公司流动比率和速动比率分别为187.69%和92.68%，均较2017年底明显增长。总体看，考虑到公司流动负债中预收款项占比较高，公司短期偿债能力良好。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA利息倍数波动中略有下降，分别为5.20倍、5.58倍和4.94倍；全部债务/EBITDA持续上升，三年分别为3.32倍、3.87倍和4.50倍。总体看，随着公司债务规模的上升，公司长期偿债能力有所下降，但整体仍较强。

截至2018年9月底，公司银行综合授信额度为305.22亿元，尚未使用额度183.32亿元，公司授信总额规模大，间接融资渠道畅

通。同时公司子公司南山控股为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2018 年 9 月底，公司无对外担保。

8. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行企业基本信用信息报告（公司机构信用代码：G1044030500471580J），截至 2019 年 1 月 2 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

9. 抗风险能力

作为国内最早一批成立的股份制公司之一，经过三十余年经营发展，公司已发展成为多元化经营的大型综合性集团企业，股东背景实力雄厚；公司拥有“宝湾物流”、“东方物流”和“雅致集成”三个业内知名品牌，近年来资产总额和营业收入持续增长，资产质量和盈利水平良好，同时多元化的经营模式能够对行业周期变化有较强的应对能力。公司整体抗风险能力极强。

十、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 13 亿元，占 2018 年 9 月底全部债务和长期债务的比重分别为 7.83%和 10.31%，对现有债务规模具有一定影响。

以公司 2018 年 9 月底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行成功后，公司资产负债率将由 65.02%上升至 66.03%，全部债务资本化比率将由 52.09%上升至 53.97%，长期债务资本化比率将由 45.25%上升至 47.69%。公司债务负担有所上升。考虑到公司本期中期票据募集资金部分将用于偿还有息债务，公司实际债务指标或将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为 89.56 亿元、114.15 亿元和 119.77 亿元，分别为本期中票发行额度的 6.89 倍、8.78 倍和 9.21 倍；同期公司经营活动现金净流量分别为 25.26 亿元、20.37 亿元和-10.01 亿元，分别为本期中票发行额度的 1.94 倍、1.57 倍和-0.77 倍。公司经营现金流入量对本期中票发行保障能力强。

2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 21.11 亿元、23.97 亿元和 28.82 亿元，分别为本期中票发行额度的 1.62 倍、1.84 倍和 2.22 倍。公司 EBITDA 对本期中票发行保障能力强。

总体来看，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

十一、结论

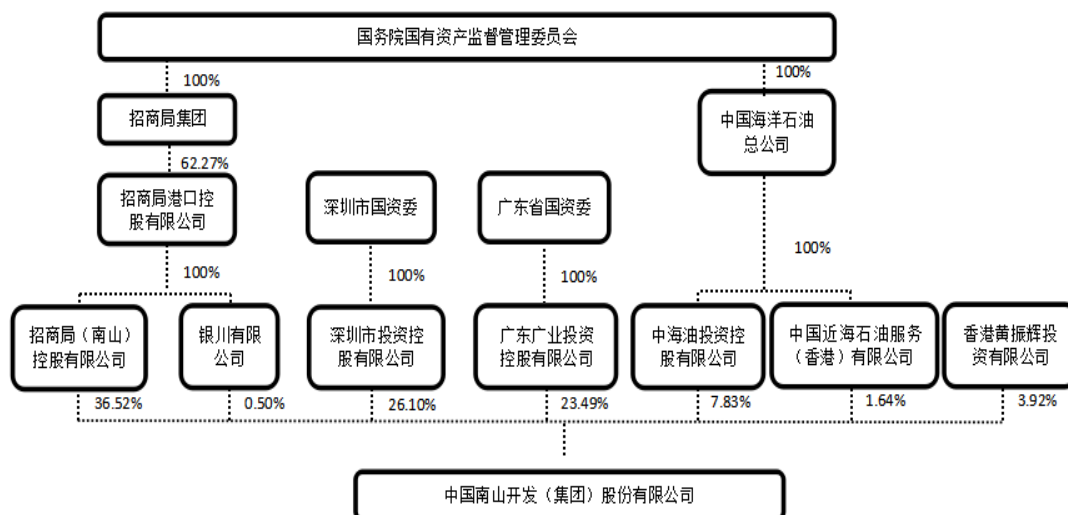
公司是以物流业务和房地产开发为主业的大型国有企业，公司经营稳健，主业突出，在物流行业具备丰富的运营管理经验和较强的竞争优势，房地产业务深耕于部分强二线城市，当地市场认可度较高。

近年来，公司收入和利润规模持续增长，盈利能力良好；公司在运营物流园区面积不断增加，出租率保持较高水平。公司所在的赤湾片区已纳入蛇口前海自贸区，也是粤港澳大湾区的核心区域，公司在该区域拥有丰富的土地资源，有望带来可观的中长期收益。

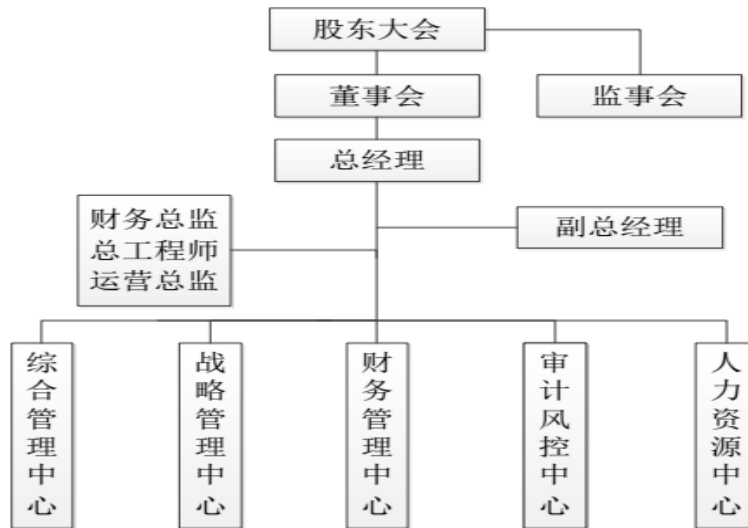
公司资产质量良好，债务结构合理，有息债务负担处于适宜水平；目前在开发项目较多，以物流园区建设和房地产项目为主，未来开发投资规模较大，具有一定的融资压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合分析，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2018 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 9 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2018 年 9 月底纳入公司合并范围的一级子公司

序号	公司名称	注册地	注册资本 (万元)	经营范围	持股比例	
					直接	间接
1	深圳市新南山控股(集团)股份有限公司	深圳	187753.03	物流仓储、物业开发、集成房屋、船舶舾装	50.58	18.20
2	中开财务有限公司	深圳	50000.00	成员单位金融服务	60.00	27.51
3	深圳市赤湾东方物流有限公司	深圳	50000.00	道路运输、产品销售	100.00	--
4	合肥宝湾国际物流中心有限公司	合肥	30000.00	仓储物流、物业开发	100.00	--
5	弘湾资本管理有限公司	深圳	20000.00	股权投资及管理业务	100.00	--
6	赤晓企业有限公司	深圳	20000.00	建筑钢结构业务、复合板材、工程管理等	100.00	--
7	湖北省鄂州南山临港新城发展有限公司	湖北	15000.00	经营土地开发、港口运输、物流仓储业务、产业配套开发运营	100.00	--
8	深圳市海鹏锦投资发展有限公司	深圳	5000.00	物业开发与管理	100.00	--
9	深圳市半岛一号管理有限公司	深圳	3000.00	投资咨询、投资兴办实业	100.00	--
10	深圳市海湾发展管理有限公司	深圳	2000.00	投资咨询、投资兴办实业	100.00	--
11	南山开发(香港)有限公司	香港	50.00(港币)	投资、咨询、货运代理、贸易	100.00	--

注：1、上表列示为公司有实质经营活动的重要一级子公司，并不包含公司所有一级子公司；2、南山开发（香港）有限公司注册资本为 50.00 万港元，其他重要一级子公司注册资本单位均为人民币。

附件2 主要财务数据及指标

项目	2015年	2016年	2017年	2018年9月
财务数据				
现金类资产(亿元)	46.94	54.10	37.83	65.80
资产总额(亿元)	254.35	296.13	362.30	436.32
所有者权益(亿元)	108.15	114.68	134.95	152.63
短期债务(亿元)	28.22	40.00	45.31	39.83
长期债务(亿元)	41.95	52.70	84.28	126.12
全部债务(亿元)	70.17	92.71	129.59	165.95
营业收入(亿元)	72.64	94.56	118.09	92.41
利润总额(亿元)	13.61	16.41	18.83	42.08
EBITDA(亿元)	21.11	23.97	28.82	--
经营性净现金流(亿元)	25.26	20.37	-10.01	-10.51
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.26	9.68	10.39	--
存货周转次数(次)	0.71	0.74	0.83	--
总资产周转次数(次)	0.30	0.34	0.36	--
现金收入比(%)	115.80	112.35	96.08	106.35
营业利润率(%)	21.17	28.21	27.60	20.17
总资本收益率(%)	7.74	6.82	7.14	--
净资产收益率(%)	9.28	9.04	9.96	--
长期债务资本化比率(%)	27.95	31.49	38.44	45.25
全部债务资本化比率(%)	39.35	44.70	48.99	52.09
资产负债率(%)	57.48	61.27	62.75	65.02
流动比率(%)	162.46	135.62	147.92	187.69
速动比率(%)	84.34	64.36	77.02	92.68
经营现金流动负债比(%)	26.48	17.11	-7.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.20	5.58	4.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.32	3.87	4.50	--

注：2015年财务数据采用2016年期初数；2018年前三季度报财务数据未经审计；有息债务计算包含长期应付款中的融资租赁款。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率= [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 中国南山开发（集团）股份有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国南山开发（集团）股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

中国南山开发（集团）股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中国南山开发（集团）股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国南山开发（集团）股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国南山开发（集团）股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现中国南山开发（集团）股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国南山开发（集团）股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国南山开发（集团）股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中国南山开发（集团）股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中国南山开发（集团）股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。